



研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com
分析师:崔超
SAC 登记编号:S1340523120001
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《一线商品房成交增长,出境旅游热度提升——高频数据跟踪 20241008》
- 2024.10.08

固收研究

政策发力前夕的增长压力

——9月经济数据预测 20241009

● 核心观点

9月经济延续偏缓改善趋势,有效需求不足的堵点仍在。在消费复苏偏缓、投资增速回落背景下,出口对经济的支撑作用愈加显著,预计三季度GDP增速低于二季度。简单推算三季度GDP平减指数同比降幅收窄,主要拖累因素为工业品价格PPI。9月在政策发力窗口前夕,总需求边际弱化压力仍在,月末迎来逆周期调控政策的集中发力,后续关注稳增长政策落地对总需求的边际支持作用。

● 三季度GDP增速在4.6%左右

三季度消费恢复偏缓,生产端受需求不足影响边际走弱;出口低基数效应下录得较高增速,对GDP贡献或较显著;投资增速持续回落,受制造业投资支撑较明显。综合基数因素,三季度不变价GDP当季同比增速或为4.6%。

● 生产:工业增加值增速或在4.2%左右

9月制造业PMI生产指数重回扩张区间,不利天气因素减弱,生产高频整体边际改善,预计工业增加值同比增长4.2%。

● 投资:制造业仍是主要支撑,固投增速预计为3.2%

大规模设备更新、制造业转型升级推动制造业投资持续高增长,是固投的主要支撑。预计9月制造业、基建(不含电力等)、房地产投资增速分别为9.0%、4.0%、-10.1%,固定资产投资整体增速为3.2%。

● 消费:同比增长2.2%,服务消费回落

9月制造业PMI新订单、服务业景气度均处于荣枯线下,暑期消费降温,房地产成交月底放量,考虑基数因素,预计社会消费品零售总额同比增长2.2%。

● 物价:CPI同比增速0.6%,PPI同比降至-2.6%

9月猪肉价格环比下降,蔬菜支撑农产品价格持续上行,成品油价格调降,服务价格整体边际回落,预计CPI环比增长0.1%,同比增长0.6%;制造业价格水平偏低,主要原料、工业品价格环比下降,预计PPI环比下降0.5%,同比增速降至-2.6%。

● 外贸:出口同比增速7.7%,进口同比增速为0.7%

9月PMI进出口景气度低位下降,均处于荣枯线下;韩国、越南出口增速边际回落,海外需求边际走弱但仍维持一定韧性。综合基数等因素,预计出口同比增速为7.7%,进口同比增速为0.7%。

● 金融数据:社融增速接近8%红线水平

预计9月新增信贷1.8万亿,新增社融3.5万亿。预计9月政府债券发行在1.5万亿左右,社融同比增速小幅回落至8%的关键位置维持,信贷同比增速回落至8.4%,M2同比增速维持在6.3%附近。

● 风险提示:

流动性超预期收紧,国内政策效果不及预期。

目录

1 三季度 GDP 增速 4.6%左右, 后续关注物价走势情况.....	4
2 生产: 工业增加值增速或在 4.2%左右.....	4
3 投资: 制造业仍是主要支撑, 固投增速预计为 3.2%.....	5
4 消费: 同比增长 2.2%, 服务消费回落.....	6
5 物价: CPI 同比增速 0.6%, PPI 同比降至-2.6%.....	7
6 外贸: 出口同比增速 7.7%, 进口同比增速为 0.7%	9
7 金融数据: 社融增速接近 8%红线水平.....	10
8 风险提示.....	11

图表目录

图表 1: 三季度 GDP 同比增速或在 4.6%附近.....	4
图表 2: 三季度 GDP 平减指数或继续回升.....	4
图表 3: 9 月工业增加值同比增速在 4.2%左右.....	5
图表 4: 9 月钢铁生产、沥青开工率低位小幅回升.....	5
图表 5: 预计 9 月制造业、基建投资累计同比增速回落.....	6
图表 6: 9 月社会消费品零售总额同比增速为 2.2%.....	7
图表 7: 9 月执行航班量环比回落（架次）.....	7
图表 8: 预计 9 月 CPI 环比微涨，同比增速持平.....	8
图表 9: 9 月农产品批发价格 200 指数高位上行.....	8
图表 10: 9 月猪肉价格高位持续回落.....	8
图表 11: 9 月原油价格快速下降后低位波动.....	8
图表 12: 预计 9 月 PPI 环比下降，同比降幅扩大.....	9
图表 13: 9 月 CRB 现货价格月初快速回落后逐步回升.....	9
图表 14: 出口同比增速预计降至 7.7%.....	10
图表 15: 进口同比增速预计降至 0.7%.....	10
图表 16: 预计 9 月新增信贷 1.8 万亿.....	11
图表 17: 预计 9 月新增社融 3.5 万亿.....	11

1 三季度 GDP 增速 4.6%左右，后续关注物价走势情况

三季度出口维持韧性，消费偏缓复苏，制造业投资高增长对固投形成支撑。三季度消费恢复偏缓，生产端受需求不足影响边际走弱；出口中规中矩，低基数效应下录得较高增速，对 GDP 贡献或较显著；投资增速持续回落，受制造业投资支撑较明显，财政发力偏缓，房地产降幅仍较大。

根据本报告对 9 月物价的预测数据，简单推算三季度 GDP 平减指数当季同比增速为-0.35%，较二季度升高 0.33 pct，主要拖累因素为工业品价格 PPI。9 月美联储开启降息、国内稳增长增量政策密集出台，总需求修复若能推动国际定价的原油、铜以及国内定价的钢铁、水泥等商品价格上行，或能通过企业盈利链条拉动 GDP 增速回升。

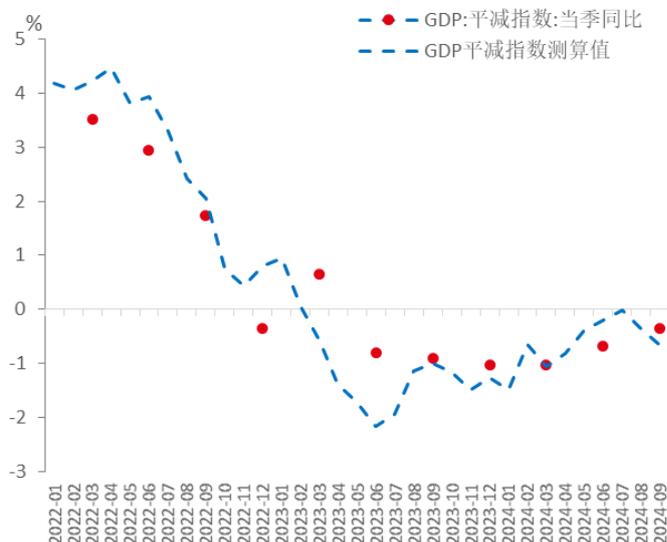
综合基数因素，预计三季度 GDP 增速或不高于一季度，不变价 GDP 当季同比增速或为 4.6%，累计同比增速为 4.8%。

图表1：三季度 GDP 同比增速或在 4.6%附近



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：三季度 GDP 平减指数或继续回升



资料来源：iFind，中邮证券研究所

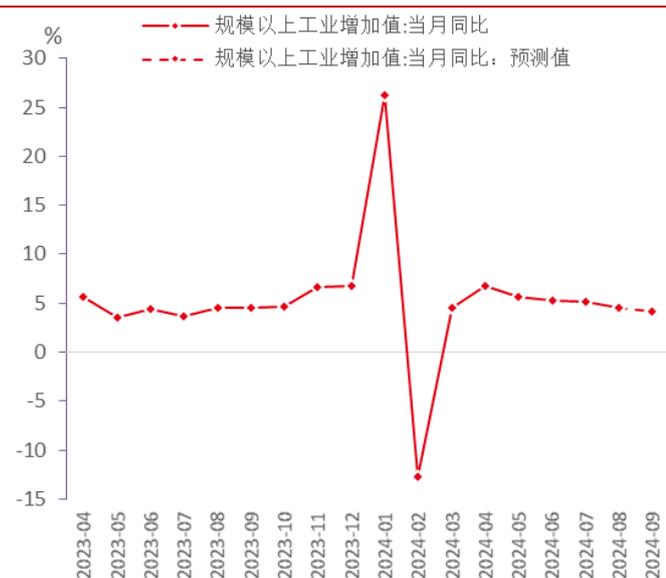
2 生产：工业增加值增速或在 4.2%左右

9 月制造业 PMI 生产指数重回扩张区间。9 月高温多雨影响减弱、部分行业生产季节性回暖，工业生产边际改善，制造业 PMI 生产指数较 8 月升高 1.4 pct，

重回扩张区间。从高频数据上看，生产端稳中有升，强生产格局未变。钢铁产业供需、沥青开工率底部回升，PX 开工率反弹，半钢胎开工率持续高位运行。

9月制造业 PMI 生产指数重回扩张区间，不利天气因素减弱，生产高频整体边际改善，综合考虑基数等因素，预计9月工业增加值同比增长4.2%。

图表3：9月工业增加值同比增速在4.2%左右



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：9月钢铁生产、沥青开工率低位小幅回升



资料来源：iFind，中邮证券研究所

3 投资：制造业仍是主要支撑，固投增速预计为3.2%

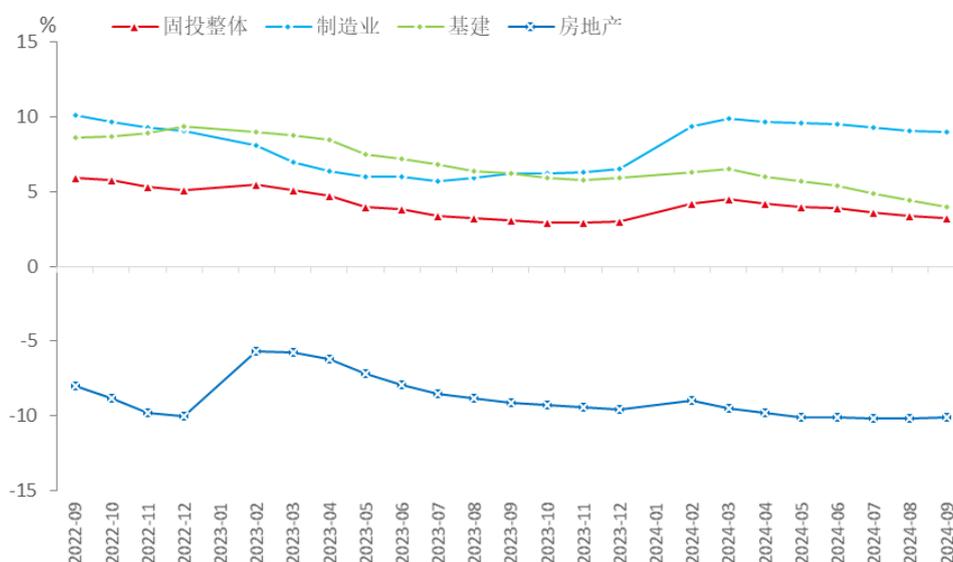
预计9月制造业投资增速为9.0%，基建投资（不含电力等）增速为4.0%，房地产投资增速为-10.1%，综合以上因素，固定资产投资增速为3.2%。

大规模设备更新、制造业转型升级推动制造业投资持续高增长，预计9月制造业投资累计同比增速为9.0%。制造业转型升级持续推进，先进制造业新动能加快培育，制造业投资对整体固投的支撑作用不断增强，主要方向为高端化、智能化、绿色化，以航空航天设备、电子通信设备为代表的高技术制造业投资增速尤为突出。同时，大规模设备更新政策持续落实，设备购置投资快速增长。短期制造业投资是支撑固定资产投资的主要支撑力量，预计9月制造业投资累计同比增速为9.0%。

基建投资（不含电力等）增速预期为 4.0%。9 月高温多雨等不利天气影响减弱，工程施工进度有所加快，建筑业商务活动指数录得 50.7%，环比升高 0.1 pct。从高频数据上看，9 月螺纹钢表观消费量稳步增长，石油沥青开工率低位回升，反映基建施工进度有所加快。综合考虑基数走低因素，预计 9 月基础设施建设（不含电力等）投资累计同比增速为 4.0%。

房地产投资累计同比增速或在-10.1%附近。二季度 100 大中城市土地成交面积大幅下降，9 月房地产投资降幅仍较大。同时考虑基数走低因素，预计 9 月房地产投资累计同比增速或为-10.1%附近。

图表5：预计 9 月制造业、基建投资累计同比增速回落



资料来源：iFind，中邮证券研究所

4 消费：同比增长 2.2%，服务消费回落

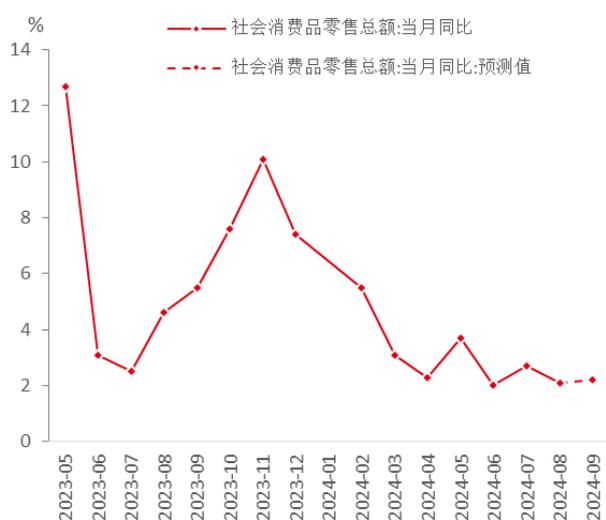
从 PMI 数据上看，9 月消费景气线下边际回升，服务业 PMI 今年首次降至景气线下，有效需求整体仍显不足。9 月制造业 PMI 新订单指数录得 49.9%，环比升高 1.0 pct，升至荣枯线附近；服务业 PMI 录得 49.9%，环比下降 0.3 pct，降至景气线下。

从高频数据上看，假期消费降温，汽车销量增长，房地产成交月底放量，相关商品消费迎来改善。暑期出行旺季结束，叠加部分地区受台风等极端天气影响，铁路及航空客运量环比回落，旅游、娱乐消费降温。9 月底房地产支持政策密集

发布，主要城市成交放量，叠加促消费政策发力，地产相关家具、家电、建筑装潢等环比或迎改善。乘联会数据显示，初步推算，9月国内狭义乘用车零售总市场规模约为210万辆，同比增长4.0%，环比增长10.1%。

9月新订单、服务业景气均处于景气线下，暑期消费降温，房地产成交月底放量，考虑基数因素，综合判断9月社会消费品零售总额同比增长2.2%。

图表6：9月社会消费品零售总额同比增速为2.2%



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：9月执行航班量环比回落（架次）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

5 物价：CPI 同比增速 0.6%，PPI 同比降至-2.6%

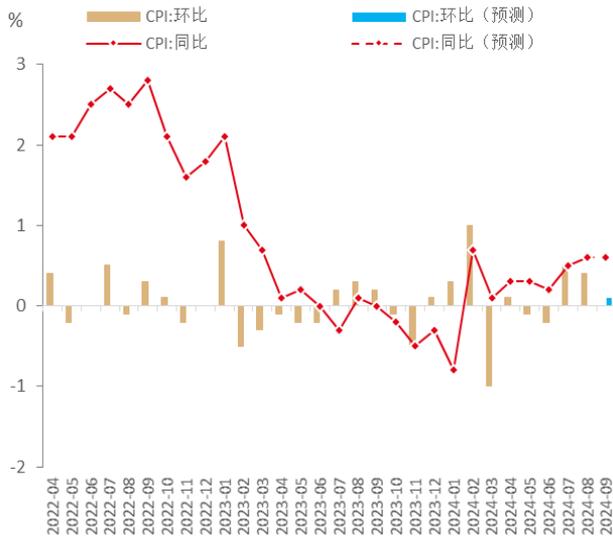
9月猪肉价格环比下降、同比涨幅收窄，蔬菜支撑农产品价格持续上行，成品油价格调降，服务价格整体边际回落。综合判断，预计9月CPI环比增长0.1%，同比增长0.6%。

从PMI数据上看，9月商品、服务价格景气度不高。制造业PMI出厂价格指数为44.0%，环比升高2.0 pct，降幅收窄但仍处低位；非制造业PMI销售价格指数录得46.1%，环比下降1.1 pct，为2020年4月以来最低。

食品方面，猪肉价格8月低冲高后9月持续回落，环比下降，同比涨幅收窄；农产品价格月初小幅回落后持续上行，蔬菜涨价贡献较大。非食品方面，原油价格月初快速下降后低位窄幅波动，国内成品油价格9月两次下调，其中，9月5

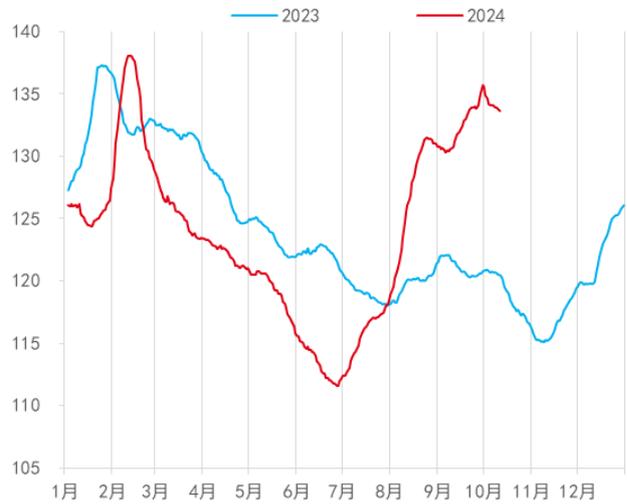
日国内汽、柴油价格每吨均降低 100 元，9 月 20 日国内汽、柴油价格每吨分别调降 365 元和 350 元。

图表8：预计 9 月 CPI 环比微涨，同比增速持平



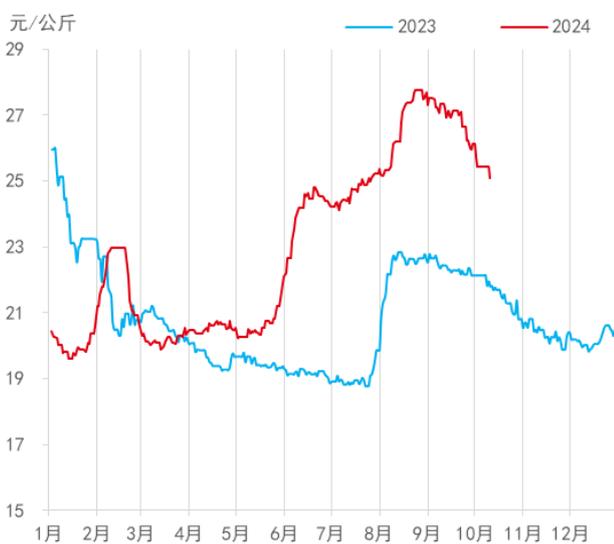
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表9：9 月农产品批发价格 200 指数高位上行



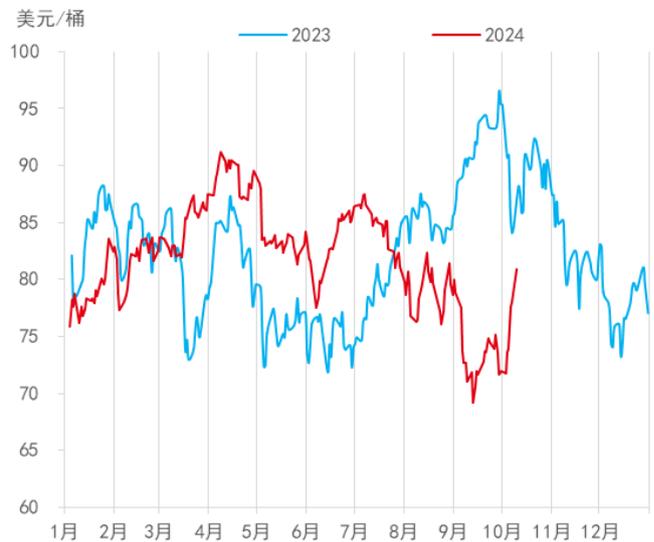
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表10：9 月猪肉价格高位持续回落



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表11：9 月原油价格快速下降后低位波动



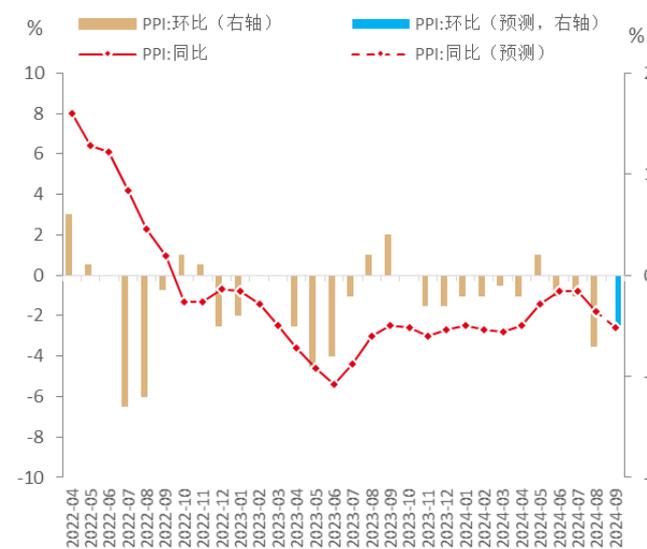
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

9月制造业价格水平降幅收窄，但景气度仍较低，主要原料、工业品价格环比下降，同比原油钢材价格降幅较大、有色金属价格上涨，考虑基数因素，预计9月PPI环比下降0.5%，同比增速降至-2.6%。

从PMI数据上看，制造业价格水平降幅收窄，但仍处低位。制造业PMI主要原材料购进价格为45.1%，较上月升高1.9 pct；出厂价格为44.0%，较上月升高2.0 pct。

高频数据显示，大宗商品、工业品价格环比回落，同比原油、钢材价格降幅较大，有色金属价格上涨。环比看，9月生产资料价格前三周两降一升，整体较8月底下降0.50%；CRB现货综合指数日均值较8月升高0.1%，南华工业品指数日均值较8月下降3.8%。同比看，主要大宗商品日均价格，布伦特原油同比下降20.9%，铜、铝价格分别上涨11.9%和12.6%，钢材价格下降16.3%。

图表12：预计9月PPI环比下降，同比降幅扩大



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表13：9月CRB现货价格月初快速回落后逐步回升



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

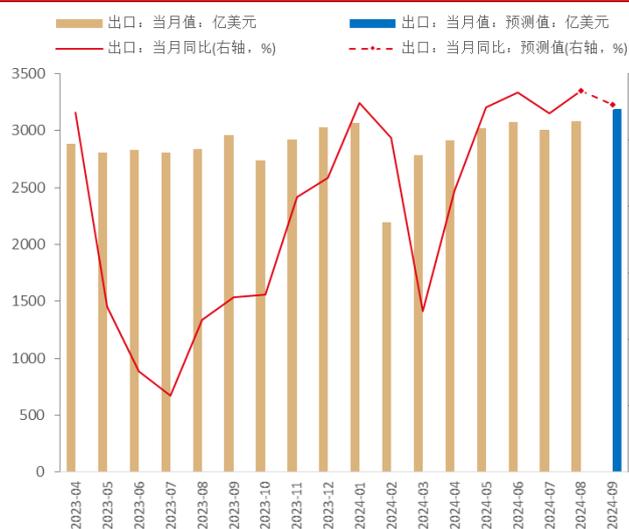
6 外贸：出口同比增速7.7%，进口同比增速为0.7%

从9月PMI数据上看，进出口景气度荣枯线下均有所回落。制造业PMI新出口订单指数为47.5%，较上月下降1.2 pct；PMI进口指数为46.1%，较上月下降0.7 pct。

9月韩国、越南出口增速回落，海外需求边际走弱但仍维持一定韧性。韩国9月出口金额同比增长7.55%，增速较上月下降3.69 pct，环比增长1.63%；其中半导体出口金额同比增长36.7%，较上月下降1.6 pct。越南9月商品出口金额同比增长10.7%，较上月下降3.84 pct，其中蔬果、水产品、化学产品、箱包鞋类、电脑及其他电子产品出口增速在13%-38%之间，手机出口同比下降8.34%。

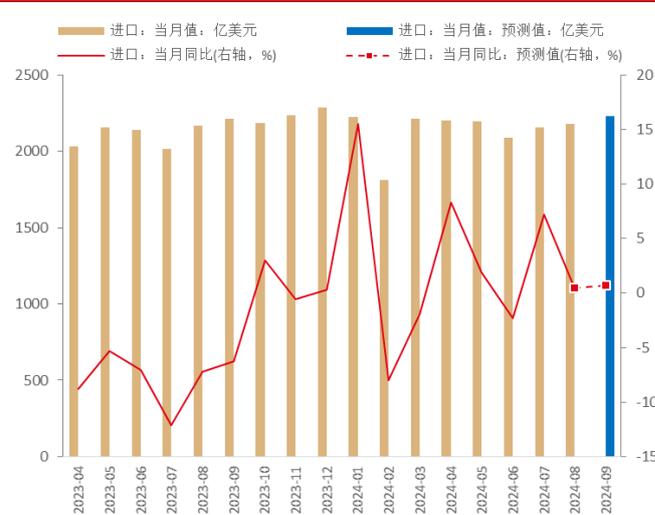
综合考虑基数等因素，我们预测9月出口同比增速为7.7%，进口同比增速为0.7%。

图表14：出口同比增速预计降至7.7%



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表15：进口同比增速预计降至0.7%

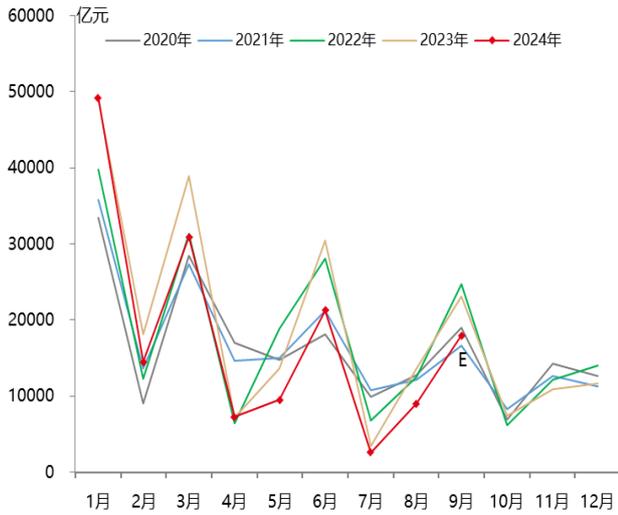


资料来源：iFind，中邮证券研究所

7 金融数据：社融增速接近8%红线水平

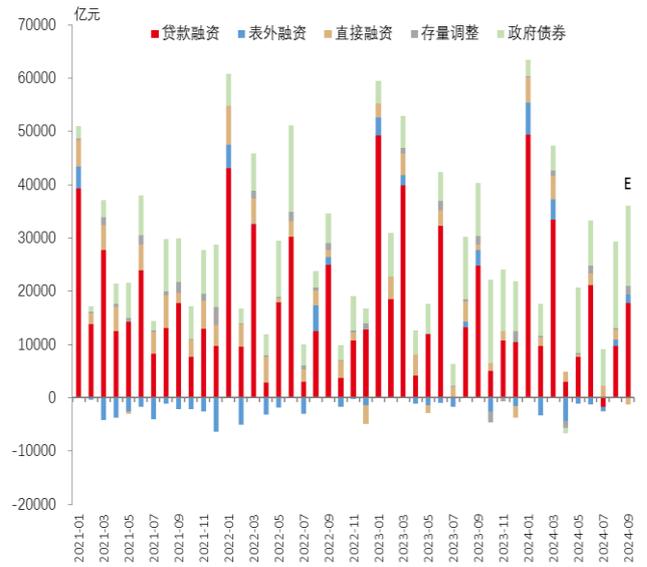
预计9月新增信贷1.8万亿，新增社融3.5万亿。需求端，9月经济景气弱势维持，融资需求边际尚未显著修复；供给端，9月是投放月，但二季度监管标准调整后，机构对于规模的诉求有所减弱。同时，票据直贴利率在上中旬下行，下旬翘尾效应显著，国有大行集中在下旬之前补充规模。故总体来看，在政策发力窗口前夕，9月新增信贷规模或依然难实现同比多增，在以往两年同期的偏高基数之下，维持一定规模增量。预计9月政府债券发行在1.5万亿左右，社融同比增速小幅回落至8%的关键位置维持，信贷同比增速回落至8.4%，M2同比增速维持在6.3%附近。

图表16: 预计9月新增信贷1.8万亿



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表17: 预计9月新增社融3.5万亿



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

8 风险提示

流动性超预期收紧，国内政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048